삼성물산(028260.KS)



복합기업 담당 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
O		

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	175,000원
현재주가(07/25)	119,000원

Key Data	(기준일: 2018.07.25)
KOSPI(pt)	2,273
KOSDAQ(pt)	749
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	22,573
52주 최고/최저(원)	151,500 / 112,000
52주 일간 Beta	1.39
발행주식수(천주)	189,690
평균거래량(3M,천주)	386
평균거래대금(3M,백만원)	48,456
배당수익률(18F, %)	1.7
외국인 지분율(%)	11.3
주요주주 지분율(%)	
이재용외 10인	37.3
㈜KCC	9.0
국민연금	5.6

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.7	-11.9	-12.8	-16.2
KOSPI 대비상대수익률	5.3	-4.7	-1.5	-9.4

안타까운 실적호전

▪ 2분기도 어닝스 서프라이즈 시현

삼성물산의 2분기 매출액, 영업이익은 각각 7.9조원, 3,780억원으로 시장 컨센서스(7.4조원, 2,629억원)를 대폭 상회했다. 호실적의 주원인은 건설부문의 그룹사 매출(하이테크 매출)비중 증가 때문인 것으로 파악된다. 2분기 건설부문의 영업이익은 2,430억원으로 전년동기 1,480억원 대비 약 64% 급증했다. 평균적으로 그룹사 매출비중은 건설 매출의 약 30%대인데 2분기에는 평균보다 2% 포인트 상승한 것으로 회사는 밝히고 있다. 2분기는 하이테크 매출의 조기 인식으로 하반기에는 하이테크 비중이 낮아져 영업이익률이 2분기 대비 감소할 것으로 판단된다. 이외 실적호전의 원인은 바이오부문이다. 바이오 매출은 1,250억원으로 전년동기 630억원 대비 약 98% 증가했고, 흑자전환했다. 여타 패션, 리조트, 상사 부문은 큰 변동이 없었다.

▪ 체질적으로 강해진 것이 다시 한번 확인된 것

두 분기 연속 시현된 어닝스 서프라이즈의 근본원인은 1) 이익 변동성이 심한 해외 건설부문에 대한 잠재부실을 미리 덜어냈고 2) 적정이익을 확보할 수 있는 사업만 수주하고 3) 구조합리화를 통해 고정비를 감소시키는 작업을 동시에 진행했기 때문이다. 유가와 기타 상품가격의 급격한 하락 등만 나타나지 않는다면 향후에도 동사의 안정적인 이익달성은 지속될 것으로 판단된다. 중장기적으로 보면 삼성물산의 연결 실적을 좌우할 요인은 바이오부문이다. 변동성이 큰 기존의 사업을 안정화시킨 상태이기 때문에 성장동력인 바이오부문의 이익증가가 고스란히 전체 실적상승으로 연결되기 때문이다. 하루빨리 삼성바이오로직스의 회계처리 이슈가 결론이 내려지길 기대한다.

▪ 보유지분 가치 하락 반영해도 매력적인 상태

주식시장의 하락으로 인한 동사의 보유지분 가치 감소를 반영해 목표주가를 201,000원에서 175,000원으로 하향하나 현주가 대비 47%의 상승여력이 있어 투자의견 BUY를 유지한다. 반도체 경기의 고점논란, 삼성바이오로직스의 회계처리 이슈 등 개별기업들의 주가약세 요인에 주식시장 전반의 시장위험까지 높아져 지분가치가 당분간 극적으로 상승할 가능성은 낮다고 판단된다. 지배구조의 변화에 따른 수혜 가능성이 낮아진 상태에서 동사의 가치상승을 견인할 요소는 현실적으로 바이오부문 밖에 없다. 하지만, 이마저 예측하기 힘든 외부변수로 리스크 요인이 되고 있는 현실이다. 어떤 방향이던 당국의 삼성바이오로직스에 대한 구체적인 결정이 나와야 동사의 가치에 대해 논하는 것이 의미를 가질 수 있다. 지분가치의 하락에도 불구하고 2018년 실적기준 PBR이 1.0배 수준에 불과해 역사적인 저점 수준이다. 안타까운 실적호전세가 지속되고 있다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	2Q18P					3Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	7,928	7,385	7.4	7,385	7.4	7,714	-2.7	3.0	29,279	30,888	5.5	31,050	0.5
영업이익	378	277	36.5	263	43.8	246	-35.0	11.5	881	1,107	25.6	1,135	2.5
세전이익	458	357	28.3	289	58.4	349	-23.9	98.3	825	1,598	93.7	1,547	-3.2
순이익	343	271	26.6	193	77.7	265	-22.8	90.6	481	1,209	151.3	1,176	-2.8
영업이익률	4.8	3.8	1.0	3.6	1.2	3.2	-1.6	0.2	3.0	3.6	0.6	3.7	0.1
순이익률	4.3	3.7	0.7	2.6	1.7	3.4	-0.9	1.6	1.6	3.9	2.3	3.8	-0.1
EPS(원)	7,956	5,162	54.1	4,636	71.6	6,145	-22.8	83.8	3,373	7,007	107.7	6,693	-4.5
BPS(원)	119,163	116,282	2.5	132,225	-9.9	120,687	1.3	2.8	117,902	122,055	3.5	126,691	3.8
ROE(%)	6.7	4.4	2.2	3.5	3.2	5.1	-1.6	2.2	3.1	5.8	2.7	5.3	-0.5
PER(X)	15.0	23.1	-	25.7	-	19.4	-	-	37.4	17.0	-	17.8	-
PBR(X)	1.0	1.0	-	0.9	-	1.0	-	-	1.1	1.0	-	0.9	-

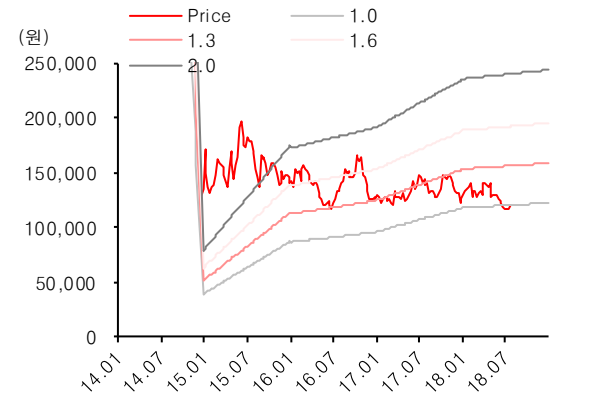
자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 삼성물산 연결기준 실적추정

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	**6,702.3**	**7,319.2**	**7,492.6**	**7,764.9**	**7,476.3**	**7,928.0**	**7,714.0**	**7,769.3**	**29,279.0**	**30,887.6**	**31,050.0**
%YoY	3.3%	3.8%	13.2%	-2.2%	11.5%	8.3%	3.0%	0.1%	4.2%	5.5%	0.5%
건설/상사	5,579.7	6,167.0	6,321.1	6,470.5	6,324.3	6,680.0	6,475.0	6,436.0	24,538.3	25,915.	25,512.
급식/식자재·유통	447.0	456.0	472.0	467.0	460.0	491.0	513.0	521.0	1,842.0	1,985.3	2,134.0
레져	103.0	232.0	198.0	157.0	96.0	216.0	210.0	165.0	690.0	686.6	763.0
패션	465.0	401.0	374.0	509.0	460.0	416.0	382.0	518.0	1,749.0	1,776.0	1,836.0
바이오	107.6	63.2	127.5	161.4	136.0	125.0	134.0	129.3	459.7	524.2	805.0
매출비중											
건설/상사	83.2%	84.3%	84.4%	83.3%	84.6%	84.3%	83.9%	82.8%	83.8%	83.9%	82.2%
급식/식자재·유통	6.7%	6.2%	6.3%	6.0%	6.2%	6.2%	6.7%	6.7%	6.3%	6.4%	6.9%
레져	1.5%	3.2%	2.6%	2.0%	1.3%	2.7%	2.7%	2.1%	2.4%	2.2%	2.5%
패션	6.9%	5.5%	5.0%	6.6%	6.2%	5.2%	5.0%	6.7%	6.0%	5.7%	5.9%
바이오	1.6%	0.9%	1.7%	2.1%	1.8%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	2.6%
매출원가	5,824.9	6,389.1	6,633.0	6,779.9	6,548.6	6,868.0	6,792.6	6,735.0	25,627.0	26,944.	26,881.
매출원가율	86.9%	87.3%	88.5%	87.3%	87.6%	86.6%	88.1%	86.7%	87.5%	87.2%	86.6%
판관비	740.4	675.0	639.4	716.3	718.6	682.0	675.9	760.1	2,771.1	2,836.6	3,033.8
영업이익	**137.0**	**255.4**	**220.2**	**268.6**	**209.2**	**378.0**	**245.6**	**274.1**	**881.3**	**1,106.8**	**1,134.8**
%YoY	흑자전환	44.5%	17.9%	27.5%	52.7%	48.0%	11.5%	2.0%	531.6%	25.6%	2.5%
영업이익률	2.0%	3.5%	2.9%	3.5%	2.8%	4.8%	3.2%	3.5%	3.0%	3.6%	3.7%
영업외손익	138.1	-88.5	-44.4	-66.2	269.1	80.0	103.0	39.0	-56.3	491.1	411.9
세전이익	279.9	166.9	175.8	202.5	478.3	458.0	348.6	313.1	825.0	1,597.9	1,546.8
법인세	94.4	55.3	36.8	157.5	115.2	115.0	83.7	75.1	343.9	389.0	371.2
법인세율	33.7%	33.1%	20.9%	77.8%	24.1%	25.1%	24.0%	24.0%	41.7%	24.3%	24.0%
당기순이익	**185.5**	**111.6**	**132.0**	**52.0**	**363.1**	**343.0**	**264.9**	**238.0**	**481.1**	**1,209.0**	**1,175.5**

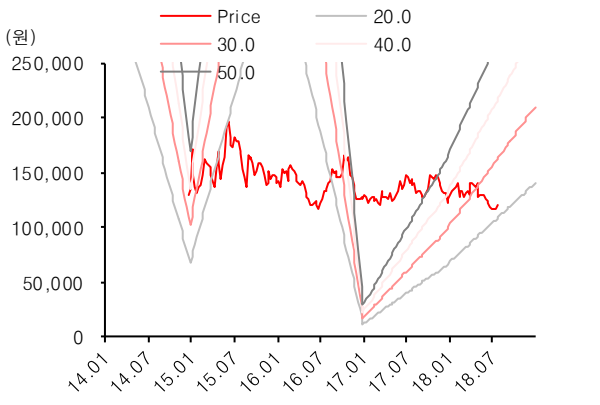
자료: 유진투자증권

도표 2 PBR 밴드



자료: 유진투자증권

도표 3 PER 밴드



자료: 유진투자증권

도표 4 삼성물산 기업가치 산정

(십억원, 원)	2018F
부문별 EBITDA	
건설/상사	975.3
레져	156.9
급식/식자재 유통	169.0
패션	97.6
합계	**1,398.7**
EBITDA 적정배수	
건설/상사	7.0
레져	10.0
급식/식자재 유통	11.0
패션	7.0
부문별 적정 사업가치	
건설/상사	6,827.3
레져	1,568.8
급식/식자재 유통	1,858.6
패션	682.9
합계(A)	**10,937.6**
보유지분가치	
삼성생명	3,768.2
삼성전자	13,790.5
삼성에스디에스	2,729.1
삼성바이오로직스	11,166.4
합계	**31,454.2**
할인율 적용(20%)(B)	**25,163.3**
부동산가치(C)	949.4
순차입금(D)	3,790.7
총기업가치(E=A+B+C-D)	33,259.6
상장주식수(주, F)	189,690,043
적정주가(E/F)	**175,337**

자료: 유진투자증권

삼성물산(028260.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**44,459**	**49,049**	**49,903**	**51,475**	**53,315**
유동자산	13,359	12,321	12,813	13,622	14,798
현금성자산	3,951	3,333	3,809	4,307	4,871
매출채권	5,964	5,558	5,463	5,688	6,145
재고자산	1,313	1,533	1,624	1,691	1,827
비유동자산	31,100	36,728	37,090	37,853	38,518
투자자산	24,217	30,431	30,660	31,190	31,611
유형자산	5,281	4,986	5,105	5,276	5,459
기타	1,601	1,311	1,326	1,387	1,448
부채총계	**23,353**	**23,898**	**24,084**	**24,769**	**25,486**
유동부채	14,705	14,458	14,604	14,793	15,114
매입채무	2,679	2,794	3,077	3,204	3,461
유동성이자부채	5,416	5,434	5,233	5,233	5,233
기타	6,610	6,231	6,293	6,356	6,420
비유동부채	8,648	9,439	9,480	9,975	10,372
비유동기타부채	3,657	2,594	2,367	2,577	2,677
기타	4,991	6,845	7,113	7,399	7,695
자본총계	**21,106**	**25,151**	**25,819**	**26,706**	**27,829**
지배지분	18,302	22,557	23,351	24,238	25,361
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,468	10,468	10,468	10,468	10,468
이익잉여금	5,230	5,755	6,573	7,460	8,583
기타	2,584	6,314	6,291	6,291	6,291
비지배지분	2,804	2,594	2,468	2,468	2,468
자본총계	**21,106**	**25,151**	**25,819**	**26,706**	**27,829**
총차입금	9,073	8,028	7,600	7,810	7,910
순차입금	5,122	4,695	3,791	3,502	3,038

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**28,103**	**29,279**	**30,888**	**31,050**	**33,487**
증가율(%)	110.6	4.2	5.5	0.5	7.9
매출원가	24,771	25,627	26,944	26,881	28,866
매출총이익	**3,332**	**3,652**	**3,943**	**4,169**	**4,622**
판매 및 일반관리비	3,192	2,771	2,892	3,034	3,277
기타영업손익	(0)	0	(0)	0	0
영업이익	**140**	**881**	**1,107**	**1,135**	**1,345**
증가율(%)	275.7	531.6	25.6	2.5	18.5
EBITDA	**639**	**1,361**	**1,625**	**1,682**	**1,938**
증가율(%)	100.9	113.0	19.3	3.6	15.2
영업외손익	**(50)**	**(56)**	**491**	**412**	**489**
금융수익	348	437	638	506	543
금융비용	209	171	161	161	165
지분법손익	(73)	(46)	(134)	106	156
기타영업손익	(116)	(277)	147	(39)	(45)
세전순이익	**90**	**825**	**1,598**	**1,547**	**1,834**
증가율(%)	(96.8)	818.9	93.7	(3.2)	18.6
법인세비용	69	344	389	371	440
당기순이익	**21**	**481**	**1,209**	**1,176**	**1,394**
증가율 (%)	(99.2)	2,208.3	151.3	(2.8)	18.6
지배주주지분	107	640	1,329	1,270	1,505
증가율(%)	(96.1)	496.0	107.7	(4.5)	18.6
비지배지분	(87)	(159)	(120)	(94)	(112)
EPS	**566**	**3,373**	**7,007**	**6,693**	**7,936**
증가율 (%)	(96.9)	496.0	107.7	(4.5)	18.6
수정EPS	566	3,373	6,989	6,676	7,919
증가율 (%)	(96.9)	496.0	107.2	(4.5)	18.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**1,355**	**1,312**	**2,011**	**1,875**	**1,948**
당기순이익	21	481	1,209	1,176	1,394
자산상각비	500	480	518	547	592
기타비현금성손익	101	145	228	273	252
운전자본증감	715	(160)	65	(121)	(291)
매출채권감소(증가)	188	172	289	(225)	(457)
재고자산감소(증가)	84	(207)	(83)	(67)	(136)
매입채무증가(감소)	107	24	(46)	127	257
기타	337	(148)	(95)	44	44
투자활동현금흐름	**(812)**	**280**	**(1,099)**	**(1,218)**	**(1,115)**
단기투자자산감소	(948)	954	5	(13)	(14)
장기투자증권감소	318	0	(533)	(364)	(201)
설비투자	(485)	(678)	(689)	(719)	(775)
유형자산처분	108	73	137	0	0
무형자산처분	(47)	(5)	(60)	(61)	(61)
재무활동현금흐름	**122**	**(1,117)**	**(430)**	**(173)**	**(283)**
차입금증가	(582)	(1,020)	(429)	210	100
자본증가	(87)	(96)	(330)	(383)	(383)
배당금지급	87	96	330	383	383
현금 증감	**632**	**295**	**486**	**485**	**550**
기초현금	2,066	2,699	2,993	3,479	3,964
기말현금	2,699	2,993	3,479	3,964	4,514
Gross cash flow	696	1,251	1,955	1,996	2,239
Gross investment	(851)	834	1,039	1,326	1,392
Free cash flow	**1,547**	**417**	**916**	**671**	**847**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	566	3,373	7,007	6,693	7,936
BPS	95,661	117,902	122,055	126,691	132,560
DPS	550	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	221.7	37.4	17.0	17.8	15.0
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	45.3	21.0	16.3	15.6	13.3
배당수익율	0.4	1.6	1.7	1.7	1.7
PCR	34.5	19.3	11.6	11.4	10.2
수익성 (%)					
영업이익율	0.5	3.0	3.6	3.7	4.0
EBITDA이익율	2.3	4.6	5.3	5.4	5.8
순이익율	0.1	1.6	3.9	3.8	4.2
ROE	0.6	3.1	5.8	5.3	6.1
ROIC	1.2	26.3	127.1	170.2	141.6
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	24.3	18.7	14.7	13.1	10.9
유동비율	90.8	85.2	87.7	92.1	97.9
이자보상배율	0.7	5.1	6.9	7.0	8.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.6	5.1	5.6	5.6	5.7
재고자산회전율	20.8	20.6	19.6	18.7	19.0
매입채무회전율	7.3	10.7	10.5	9.9	10.0

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-07-28	Buy	201,000	1년	-31.9	-15.9
2016-10-27	Buy	201,000	1년	-33.7	-17.9
2017-04-27	Buy	201,000	1년	-32.4	-25.6
2017-10-27	Buy	201,000	1년	-34.7	-25.6
2018-02-02	Buy	201,000	1년	-36.0	-28.4
2018-04-26	Buy	201,000	1년	-38.7	-30.1
2018-07-26	Buy	175,000	1년		

삼성물산(028260.KS) 주가 및 목표주가 추이

